

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Offre d'obligations d'État européennes vs QE de la BCE en 2022

L'augmentation de la dette publique dans la zone euro devrait continuer de ralentir en 2022, suivant la même tendance que les pics d'émissions nettes de 2021 par rapport à 2020, tandis que l'offre d'obligations de l'UE devrait rester proche de celle de 2021. La réduction des déficits publics, l'augmentation des remboursements d'obligations arrivant à échéance, l'accumulation de réserves financières importantes et l'afflux de fonds NGEU dans certains pays sont autant de facteurs laissant présager ce scénario. Du côté de la demande, nous pensons que la BCE devrait calibrer son programme d'assouplissement quantitatif en conséquence, avec des volumes inférieurs à ceux de ces deux dernières années, tout en cherchant toutefois à absorber la plupart des émissions nettes de dette publique, jouant ainsi un rôle plus important que les autres banques centrales dans la réduction de l'impact sur les taux et les *spreads* sur le marché obligataire domestique.

Émissions d'obligations d'État européennes des 10 premiers pays de la zone euro¹ : il ne reste qu'une part marginale de l'offre d'ici la fin de l'année

Mi-octobre, les 10 premiers pays de la zone euro ont bien progressé dans la couverture de leurs besoins annuels de financement, la plupart des financements obligataires bruts et nets prévus ayant été placés. Le montant des émissions brutes est jusqu'à présent supérieur à 1000 milliards d'euros, tandis que les émissions nettes de remboursement ont atteint une taille globale de 510 milliards d'euros, soit respectivement 84 % et 90 % des volumes bruts et nets prévus pour l'ensemble de l'année 2021. Cela laisse augurer une baisse considérable des émissions à court terme, puisqu'il ne reste plus que 10 % du volume total à couvrir. Dans le même temps, au cours des deux prochains mois, la BCE devrait maintenir un volume d'achat mensuel global proche de 90 milliards d'euros (70 milliards d'euros dans le cadre du PEPP + 20 milliards d'euros pour l'APP). Par conséquent, malgré une baisse modérée par rapport à la trajectoire des deux trimestres précédents, les achats d'actifs dans le cadre de l'assouplissement

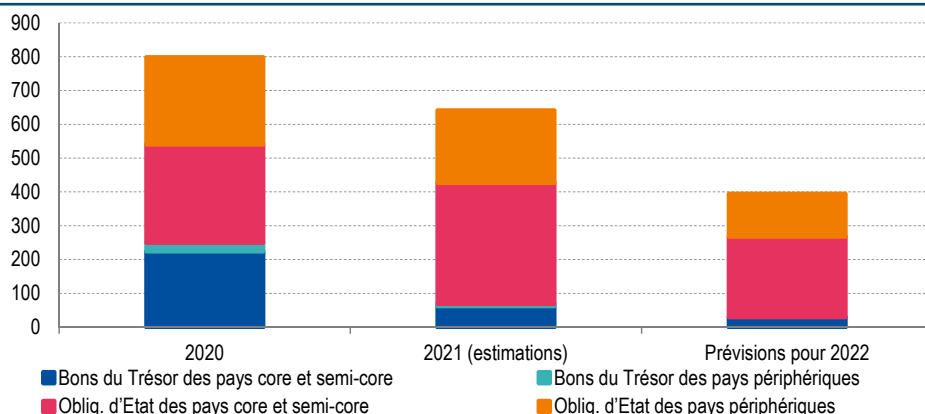
quantitatif devraient très largement couvrir l'offre souveraine restante, ce qui signifie finalement une offre nette négative post-QE. De plus, par rapport à ces projections, les risques liés à l'offre nette restante pour 2021 semblent davantage orientés à la baisse, étant donné que :

1. le niveau de liquidité accumulé par les obligations d'État de la zone euro est assez élevé par rapport aux normes historiques (près de 600 milliards d'euros globalement, contre 250 milliards d'euros avant la crise) ; et
2. l'amélioration de la situation macroéconomique a entraîné une révision générale à la baisse des déficits de cette année par rapport aux projections initiales (dans certains cas, grâce à des dépenses moins élevées que prévu et à des recettes fiscales plus importantes qu'attendu). Ainsi, certains pays, comme l'Allemagne, ont déjà annoncé une légère révision à la baisse de leur financement prévu pour le quatrième trimestre.

Le niveau de liquidité accumulé par les obligations d'État de la zone euro est assez élevé par rapport aux normes historiques

¹ Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal

1/ Émissions nettes de dette dans les 10 premiers pays de la zone euro



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 22 octobre 2021

THÉMATIQUE

Nos projections pour les 10 premiers pays de la zone euro indiquent une émission nette globale d'obligations d'État européennes dans la région proche de 65 % du volume de 2021

Enfin, les émissions de l'UE semblent également avoir bien progressé, puisque seule une petite partie des financements du NGEU reste à couvrir d'ici la fin de l'année, sur les 80 milliards d'euros annoncés en juin. La part de financement restant paraît encore plus faible si l'on considère que les volumes d'émission du NGEU s'ajoutent

aux 50 milliards d'euros d'obligations SURE de l'UE émis au premier semestre et aux 11 milliards d'euros supplémentaires émis dans le cadre d'autres programmes de financement. Par conséquent, l'UE a déjà émis près de 90 % du volume total de 140 milliards d'euros environ prévu pour cette année.

L'offre en 2022 : vue d'ensemble

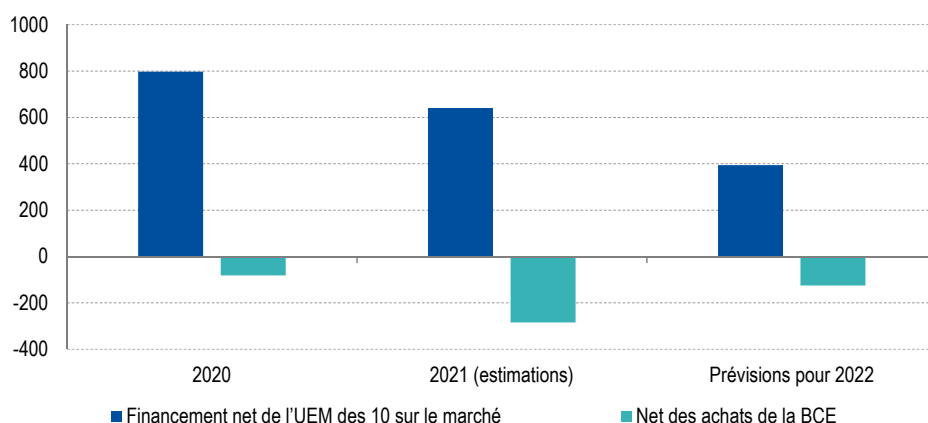
Concernant l'offre d'obligations d'État européennes pour 2022, considérant que de nombreux projets de programmes budgétaires ont déjà été annoncés pour l'année prochaine, nous avons commencé nos estimations des émissions brutes et nettes potentielles de dette souveraine et les avons comparées avec les tendances de 2021 et 2020. En résumé, nous pouvons nous attendre à ce que le ralentissement amorcé cette année se poursuive en 2022, la baisse des émissions nettes étant principalement due aux facteurs suivants :

1. les déficits devraient être bien plus faibles, atteignant en moyenne environ la moitié des niveaux de 2021;
2. les remboursements de dettes arrivant à maturité devraient augmenter par rapport à 2021 dans presque tous les pays (globalement de plus de 80 milliards d'euros);
3. le niveau record de liquidités accumulées devrait amener à une émission nette plus faible voire négative d'instruments à court terme (bons), et potentiellement une émission plus faible d'obligations d'État européennes;
4. les fonds NGEU devraient soutenir la diminution des besoins de financement sur le marché dans certains pays.

En considérant plus en détail les facteurs cités ci-dessus, compte tenu de la réduction

des déficits prévue pour l'année prochaine, nous pourrions observer une certaine substitution des bons aux obligations, c'est-à-dire une émission nette négative de bons, qui se traduirait par une composante plus élevée d'obligations dans le cadre de la baisse générale des niveaux de financement net. Ce serait notamment le cas pour les pays core de la région, qui s'appuient fortement sur l'augmentation des émissions nettes de bons de l'année dernière et, dans une moindre mesure, de cette année également. Ensuite, les réserves financières des gouvernements de la zone euro se sont nettement accrues jusqu'à des niveaux relativement élevés (près de 600 milliards d'euros au total, contre 250 milliards d'euros avant la crise), les bons continuant de se financer en grande partie par le biais de titres à moyen et long terme, malgré une tendance à la baisse des besoins de financement. L'orientation à la hausse des recettes fiscales et l'incapacité des dépenses à compenser l'accroissement des recettes ont également soutenu ces tendances. Le fait de compenser principalement les bons par des liquidités abondantes signifierait une émission nette globale négative de bons pour l'année prochaine. Toutefois, l'émission d'obligations en 2022 pourrait également présenter des avantages de second ordre, car les réserves de liquidités sont importantes, par rapport aux projections de dette nette négative à court terme. Un autre facteur à

2/Un ralentissement de la taille totale de l'assouplissement quantitatif à 650 milliards d'euros couvrirait largement les émissions nettes des 10 premiers pays de la zone euro en 2022, également



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 22 octobre 2021

THÉMATIQUE

Philip Lane, Économiste en chef de la BCE, et Christine Lagarde, Présidente de la BCE, ont tous deux laissé entendre que l'offre nette d'obligations attendue influencerait le rythme de l'APP

prendre en considération est le rôle potentiel plus important des fonds NGEU en 2022 : globalement, ceux qui affluent vers les pays de l'UE devraient être proches de 90 milliards d'euros l'année prochaine, contribuant ainsi à une meilleure flexibilité de financement. À cet égard, l'Italie semble dans une position relativement meilleure, puisque près de 50 % de l'ensemble des fonds prévus pour l'année prochaine devraient lui être alloués.

Nos projections pour les pays des 10 premiers pays de la zone euro indiquent une émission nette globale d'obligations d'État européennes dans la région proche de 65 % du volume de 2021, soit plus faible que cette année dans l'ensemble des 10 premiers pays de la zone euro, mais à des degrés divers. Dans les pays de la périphérie, les émissions nettes devraient reculer de manière plus significative pour la

dette italienne, tandis que parmi les pays core et semi-core, celles-ci devraient baisser pour les Pays-Bas, l'Autriche, la Belgique et l'Irlande. La France semble maintenir un rythme relativement élevé de financement de la dette moyen-long terme (MLT) malgré un déficit moins important, tandis que les projections actuelles des chiffres de la dette allemande pourraient être révisées à l'avenir, après les dernières élections et à la lumière de la formation du futur gouvernement. D'autre part, et contrairement à la tendance des obligations d'État européennes, les émissions de l'UE devraient selon nous demeurer proches des volumes de 2021 durant l'année à venir, à savoir de 130 à 140 milliards d'euros, principalement pour couvrir les flux NGEU attendus vers les pays de l'UE en 2022.

Quel rôle devrait jouer l'assouplissement quantitatif de la BCE du côté de la demande ?

Comme nous l'avons souligné dans le Cross Asset de septembre, le rythme de l'assouplissement quantitatif en 2022 devrait dépendre des perspectives d'inflation et d'offre nette. Dernièrement, Philip Lane, Économiste en chef de la BCE, et Christine Lagarde, Présidente de la BCE, ont tous deux laissé entendre que l'offre nette d'obligations attendue influencerait le rythme de l'APP. Philip Lane, en particulier, a été très explicite à ce sujet : « Vous ne pouvez pas penser au volume de l'APP indépendamment du volume de l'offre nette d'obligations. Les déficits budgétaires relativement élevés que nous avons connus ces deux dernières années ne perdureront pas dans les années à venir, mais l'ampleur des déficits pourrait rester supérieure aux niveaux pré-pandémiques. » Ainsi, lors de sa réunion de décembre, la BCE disposera d'informations plus détaillées sur l'offre attendue en 2022, en vue de calibrer ses efforts.

Le rythme mensuel actuel des achats dans le cadre du PEPP, qui devrait être proche de 70 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année, signifierait qu'environ 240 milliards d'euros pourraient rester disponibles pour le premier trimestre 2022, ce qui représente une puissance de feu globale de 480 milliards d'euros pour l'assouplissement quantitatif (avec les 20 milliards d'euros correspondants à la trajectoire actuelle de l'APP) pour l'ensemble de l'année 2022. L'introduction éventuelle d'un nouveau programme spécifique de relance en cas de pandémie semble prendre de l'ampleur dernièrement, en remplacement du simple doublement de l'enveloppe de l'APP, également dans le but de maximiser la flexibilité. Dans un récent discours, François Villeroy de Galhau, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, a notamment souligné les avantages

de la flexibilité en termes de transmission de politique, insistant tout particulièrement sur la flexibilité entre les catégories d'actifs et entre les juridictions. Quoi qu'il en soit, les deux options (introduction d'un nouveau programme ou doublement de la taille de l'APP) porteraient la puissance de feu de l'assouplissement quantitatif pour 2022 dans une fourchette comprise entre 600 et 700 milliards d'euros. Cette taille semble suffisante pour couvrir largement les émissions nettes de dette souveraine des 10 premiers pays de la zone euro, estimées à 400 milliards d'euros, et près de la moitié des émissions obligataires estimées de l'UE, tout en laissant environ 65 milliards d'euros disponibles pour les programmes d'assouplissement quantitatif de dette privée (soutenant principalement les obligations d'entreprises). Par conséquent, même en présence d'un ralentissement des achats de la BCE, dans ce scénario, les émissions nettes après les flux d'assouplissement quantitatif devraient demeurer légèrement négatives pour 10 premiers pays de la zone euro en 2022. Le soutien de la BCE devrait donc être plus important que celui apporté par la Fed sur le marché obligataire américain. Celle-ci devrait en effet réduire ses achats et mettre fin à son programme de QE d'ici le milieu de l'année. Il devrait également largement surpasser celui de la BoE, qui devrait bientôt relever ses taux et mettre fin à son QE dans le même temps. Grâce au maintien attendu des mesures de relance et à l'ancrage des taux anticipé dans le cadre des orientations prospectives, l'environnement politique devrait conserver des facteurs techniques plus favorables pour les taux et les *spreads* au sein de la zone euro, en comparaison d'autres régions.

Achévé de rédiger le 22 octobre 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 28 octobre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 novembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit